

公告点评

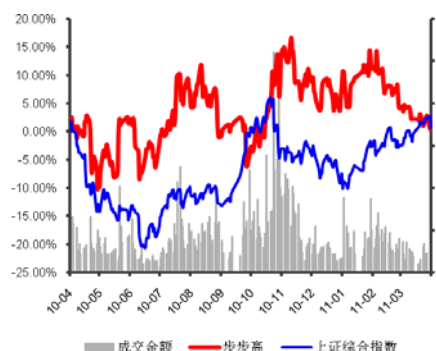
超市业绩拐点显现，跨区域扩张正式启航

商业零售

2011 年 4 月 20 日

评级：推荐（上调）

最近 52 周走势：



相关研究报告：

2010 年 4 月 29 日《期待下半年业绩表现》

2010 年 8 月 20 日《门店改造进度放缓，短期业绩仍有压力》

2011 年 3 月 22 日《2011 年业绩增速有望显著提升》

报告作者：

国联证券研究所商业零售小组

组长：朱乐婷

执业证书编号：S0590210040005

联系人：

梁海

电话：0510-82833337

Email: liangh@glsc.com.cn

沈燕

电话：0510-82832380

Email: sheny@glsc.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

步步高（002251）2011 年一季报点评

事件：11 年一季度公司实现营业收入 23.97 亿元，同比增长 28.53%；实现归属于上市公司股东的净利润为 1.05 亿元，同比增长 31.40%；实现每股收益 0.3889 元。此外，公司还就控股股东与统一超商于 4 月 16 签署的《合作意向书》事宜做了公告。

点评：

- **一季度超市可比门店同店增长超过 14%，超市业绩拐点已经显现。**10 年前 11 个月超市可比门店同店增长只有 0.5%，12 月跃升至 12%，11 年一季度各月分别实现 13%、13%和 15%的同店增长，外籍团队对超市业务的梳理和改造已见到实质性成效，公司江西超市业务也已于 10 年实现盈利，超市业绩拐点已经出现。11 年公司至少开设 20 家新店，12 年开店速度将进一步提高，其中耒阳、湘乡等消费能力强的县城将开设第二家大卖场，12 年力求实现对湖南省内 95%以上县城的覆盖，渠道网络将进一步完善。
- **一季度百货同店增长超过 30%，综合零售业态战略助推公司业绩步入快速增长轨道。**一季度百货门店同店增长超过 30%，所有零售可比门店收入同比增长 18%，较高的内生增长使得销售费用率由去年同期 12.53%的水平大幅下降至 11.57%。我们认为公司在二三级城市（尤其县级城市）大力发展 MALL 业态的百货扩张战略符合湖南省居民消费升级的大趋势，公司百货业也将继续保持当前的良好增长态势，公司的综合零售业态战略稳步向前推进。
- **跨区域扩张正式启航，未来想象空间被打开。**公司今日公告称，控股股东步步高投资集团于 16 日与统一超商签署《合作意向书》，以达到本公司持有优玛特 60%股权的目的，并由公司与香港统超共同在四川地区经营超市业务。虽然市场对于公司进入新的区域市场可能会担心其布江西市场的后尘，但无论是步步高自身的经营管理能力还是被收购对象的质地都要显著优于当初进入江西省

场时的情况，我们看好公司此次的跨区域扩张行为，若能顺利成行将有利于公司拓展市场空间、进一步提升公司品牌和竞争力。公司未来还将通过自设、并购等方式继续在其他省份推行跨区域扩张战略，未来整体的扩张蓝图将在 7 月公开，届时公司的成长空间将被大大拓宽，并且不排除后期会有相关的融资行为发生。

- **上调公司评级至“推荐”的评级。**我们认为公司超市业务部门与外籍高管团队的磨合期基本已过，超市业绩拐点已经显现；百货业务也将继续保持当前的良好发展态势，公司业绩已经进入快速增长轨道，且随着后续跨区域扩张战略的继续推行，公司将由单一区域零售商成长为跨区域零售商，向着公司“国内领先的综合业态零售商”目标更迈进一步。预计公司 11-13 年每股收益为 0.82 元、1.13 元和 1.60 元，当前股价对应 11、12 年动态市盈率分别为 29.6 倍和 21.5 倍，上调公司评级至“推荐”评级。

资产负债表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E	利润表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	611	810	1154	1764	营业收入	6770	8727	11650	16287
应收款项	195	239	319	446	营业成本	5384	6916	9184	12815
存货净额	840	937	1248	1748	营业税金及附加	51	52	82	114
其他流动资产	474	436	583	814	销售费用	998	1288	1742	2451
流动资产合计	2125	2427	3309	4778	管理费用	131	166	226	323
固定资产	1262	1480	1627	1756	财务费用	(17)	9	8	6
无形资产及其他	145	139	133	127	投资收益	(0)	0	0	0
投资性房地产	288	288	288	288	资产减值及公允价值变动	(5)	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	0	0	0	0
资产总计	3819	4334	5358	6949	营业利润	220	295	409	578
短期借款及交易性金融负债	200	200	200	200	营业外净收支	15	0	0	0
应付款项	1224	1499	1997	2796	利润总额	235	295	409	578
其他流动负债	766	829	1108	1553	所得税费用	64	74	102	144
流动负债合计	2189	2527	3305	4549	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	171	221	307	433
其他长期负债	64	64	65	65					
长期负债合计	64	64	65	65	现金流量表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
负债合计	2253	2592	3370	4614	净利润	171	221	307	433
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	1	1	1	1
股东权益	1566	1743	1988	2335	折旧摊销	105	136	158	177
负债和股东权益总计	3819	4334	5358	6949	公允价值变动损失	5	0	0	0
					财务费用	(17)	9	8	6
关键财务与估值指标	2010	2011E	2012E	2013E	营运资本变动	(35)	236	241	387
每股收益	0.63	0.82	1.13	1.60	其它	(1)	(1)	(1)	(1)
每股红利	0.60	0.16	0.23	0.32	经营活动现金流	247	593	705	997
每股净资产	5.79	6.45	7.35	8.64	资本开支	(314)	(350)	(300)	(300)
ROIC	9%	13%	20%	31%	其它投资现金流	(2)	0	0	0
ROE	11%	13%	15%	19%	投资活动现金流	(315)	(350)	(300)	(300)
毛利率	20%	21%	21%	21%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	3%	3%	4%	4%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	5%	5%	5%	5%	支付股利、利息	(162)	(44)	(61)	(87)
收入增长	18%	29%	34%	40%	其它融资现金流	304	0	0	0
净利润增长率	3%	29%	39%	41%	融资活动现金流	(21)	(44)	(61)	(87)
资产负债率	59%	60%	63%	66%	现金净变动	(90)	199	344	610
息率	2.4%	0.7%	0.9%	1.3%	货币资金的期初余额	701	611	810	1154
P/E	39.6	30.6	22.0	15.6	货币资金的期末余额	611	810	1154	1764
P/B	4.3	3.9	3.4	2.9	企业自由现金流	(92)	250	411	701
EV/EBITDA	28.8	21.2	17.6	15.0	权益自由现金流	212	243	405	697

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833507

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

本报告信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。